Станислав НАСТАСЬИН,
вице-президент, старший аналитик, Moody's

Перспективы секьюритизации просроченных кредитов и других непрофильных активов в Европе

Объем непрофильных активов[1], находящихся на балансе банков стран Евросоюза, составляет внушительную сумму — 2.3 трлн евро. Поэтому Европейский центральный банк (ЕЦБ) старается найти способы мотивации банков, которые привели бы к снижению доли этих активов на их балансах и, соответственно, повышению их рентабельности.

Европейская банковская организация (ЕБО)[2] и Международный валютный фонд (МВФ)[3] полагают, что с помощью секьюритизации таких активов можно повысить эффективность рынка долговых обязательств и создать удобный долговой инструмент для тех участников рынка, которые хотели бы инвестировать средства в непрофильные активы.

[1] Под непрофильными активами понимаются как просроченные кредиты (nonperforming loans, NPL), так и кредиты, заново вошедшие в график после периода неплатежей или дефолта (reperforming loans, RPL), а также недвижимость, взятая на баланс банка в результате процесса обращения взыскания на имущество неплатежеспособных заемщиков (например, после несостоявшегося аукциона).

[2] См. отчет Европейской банковской организации «On the dynamics and drivers of non-performing exposures in the EU banking sector», июль 2016 года: https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1360107/EBA+Report+on+NPLs.pdf

[3] См. отчет Международного валютного фонда «A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans», сентябрь 2015 года: https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1519.pdf

Система регулирования банковского сектора, которая определяет минимально допустимые нормы резервирования при секьюритизации, а также распределение рисков между траншами, делают секьюритизацию привлекательной для разных типов инвесторов, что может способствовать увеличению инвесторской базы.

Любая эмиссия ценных бумаг секьюритизации на регулируемых рынках подразумевает раскрытие информации о качестве активов в портфеле как на дату размещения облигаций, так и в течение всего периода обращения облигаций на регулярной основе. Это существенно повышает прозрачность рынка долговых обязательств.

В 2016 году первая послекризисная сделка секьюритизации просроченных кредитов с использованием итальянской государственной программы GACS (garanzia cartolarizzazione sofferenze) позволила реализовать теорию на практике. Помимо Италии, большой потенциал для будущих сделок секьюритизации непрофильных активов, обеспеченных жилой и коммерческой недвижимостью, есть в Испании и Ирландии.

Тем не менее в сделках секьюритизации просроченных кредитов и других непрофильных активов также присутствуют риски. В первую очередь слишком длительный и нестабильный процесс обращения взыскания увеличивает неопределенность относительно того, когда и в каком объеме поступят средства после взыскания задолженности. Кроме того, весьма сложным процессом остается оценка предмета залога. Особенно это касается определения стоимости коммерческой недвижимости из-за недостатка гранулированных данных по ценам объектов и отсутствия общедоступных индексов цен для коммерческой недвижимости. Качество имеющихся данных по непрофильным активам также уступает качеству данных по сделкам секьюритизации стандартных (непросроченных) кредитов. Это создает дополнительные сложности при моделировании потоков денежных средств сделки.

Рисунок 1. **Секьюритизация как часть стратегии по сокращению объемов NPL на балансах банков**

Источник: МВФ

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Размер непрофильных активов, находящихся на балансе европейских банков, оценивается примерно в 2.3 трлн евро[1]. Из этой суммы примерно 1 трлн евро приходится на просроченные кредиты. Такие показатели заставляют ЕЦБ искать способы мотивации банков к тому, чтобы они существенно снизили размер этого балласта и тем самым увеличили свою рентабельность. При этом, согласно отчету PwC, примерно 50% всех просроченных кредитов в ЕС приходится всего на три рынка: Италию, Испанию и Ирландию.

Анализ, проведенный ЕБО и МВФ, показывает, что неэффективные рынки долговых обязательств могут препятствовать реализации просроченных кредитов (NPL) с балансов банков, в то время как секьюритизацию можно использовать как удобный инструмент для решения этой проблемы (см. Рисунок 1). Если можно с достаточной точностью предсказать объем поступлений денежных средств в процессе взыскания долгов с дефолтных заемщиков и смоделировать ожидаемые потоки платежей портфеля, то такие активы вполне подходят для секьюритизации.

[1] См. отчет аудиторской компании PwC «Capitalising on the acceleration in bank restructuring», март 2016 года: https://www.pwc.co.uk/assets/pdf/160323-093024-ps-uk_pag_conf-final-interactive.pdf

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ МОЖЕТ СПОСОБСТВОВАТЬ РАСШИРЕНИЮ ИНВЕСТОРСКОЙ БАЗЫ

Ценные бумаги сделок секьюритизации, обращающиеся на регулируемых рынках, должны отвечать целому набору регулятивных требований, что, соответственно, повышает уровень прозрачности рынка для инвесторов. В ЕС эти требования сформулированы в директиве «О пруденциальных требованиях для кредитных организаций и инвестиционных фирм» (CRD IV) и в директиве «Об организации и осуществлении деятельности страховых и перестраховочных организаций» (Solvency II).

Разумная регулятивная база, которая определяет набор минимальных требований к сделкам секьюритизации (например, требования к раскрытию информации и минимизации конфликта интересов), бесспорно способствует повышению привлекательности этого рынка для инвесторов.

Кроме того, определенные структурные элементы секьюритизации также могут способствовать увеличению инвесторской базы. Так, например, транширование позволяет в рамках одной сделки выпускать ценные бумаги с разным распределением рисков, что делает секьюритизацию привлекательной для совершенно разных типов инвесторов, которые отличаются по профилю риска и требованиям к доходности бумаг.

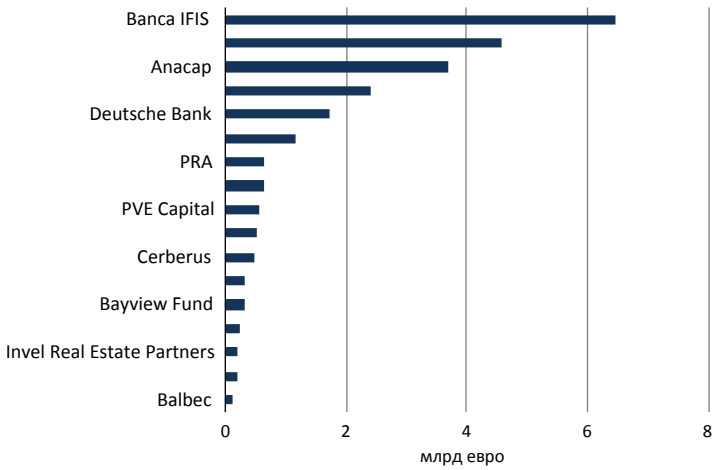

Рисунок 2
Небанковские компании доминируют среди инвесторов в итальянские трансакции NPL в период между первым кварталом 2015 года и первым кварталом 2016 года
Источник: PwC

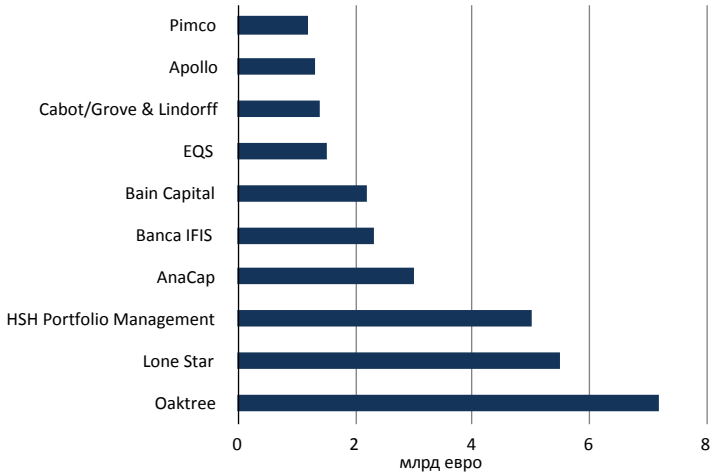

Рисунок 3
Небанковские компании были самыми активными покупателями европейских непрофильных активов в первой половине 2016 года
Источник: Deloitte

Как показывают результаты исследования итальянского рынка NPL, проведенного PwC[1], а также исследования европейского рынка непрофильных активов, проведенного Deloitte[2], на данный момент инвесторы, вкладывающие средства в непрофильные активы, большей частью представлены хедж-фондами и частными инвестиционными компаниями (см. Рисунки 2 и 3).

Информация, касающаяся активов в секьюритизируемом портфеле, раскрывается как на дату размещения, так и в периодических отчетах для инвесторов в течение срока действия трансакции.

С позиции инвесторов секьюритизация может существенно увеличить прозрачность рынка. Но степень раскрытия информации в конечном счете зависит от того, каким образом происходит размещение ценных бумаг — частным или публичным.

В случае публичного размещения в открытом доступе находятся такие документы, как проспект ценных бумаг, периодические отчеты для инвесторов, а в некоторых случаях даже данные на уровне отдельных кредитов в портфеле.

Инвесторы выигрывают от присутствия в сделке независимых контрагентов (в первую очередь сервисного агента), так как это способствует повышению уровня поступления средств.

Назначение независимого сервисного агента в сделке секьюритизации просроченных кредитов также обеспечивает значительное снижение рисков для инвесторов, так как в таких сделках требуется более активное и мотивированное сервисное обслуживание по сравнению со сделками с непросроченными активами. То есть квалификация сервисного агента и качество его процессов обслуживания кредитов и взыскания задолженности являются ключевыми параметрами при оценке будущих потоков платежей, генерируемых секьюритизированным портфелем.

Факторами, определяющими степень квалификации сервисного агента и качество его процессов обслуживания кредитов и взыскания задолженности, являются как его экспертиза и опыт работы с просроченной задолженностью в целом, так и степень его специализации на определенных сегментах рынка. Например, сервисный агент может иметь опыт работы с жилой, но не с коммерческой недвижимостью или специализироваться только на одном определенном географическом регионе со специфической юридической средой и не иметь опыта работы в другом географическом регионе.

[1] См. отчет аудиторской компании PwC «The Italian NPL market — The NPL volcano is ready to erupt», июнь 2016 года: http://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/npl-market-1606.pdf

[2] См. отчет аудиторской компании Deloitte «Deleveraging Europe 2016 — H1 Market Update», август 2016 года: https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financial-advisory/articles/deleveraging-europe-market-update.html

Присутствие в сделке независимого сервисного агента в совокупности с приемлемой схемой оплаты его услуг позволяет скоординировать интересы продавца активов (банка-оригинатора), сервисного агента и держателей облигаций. Практика показывает, что при прочих равных условиях, если гонорар сервисного агента в большей степени зависит от объема взысканных средств (то есть от размера recovery)[1], а размер фиксированного компонента минимальный, то такая схема оплаты его услуг оказывает положительное влияние на кредитное качество сделок секьюритизации, поскольку мотивирует сервисного агента максимизировать объем взысканных средств.

Дальнейшему снижению конфликта интересов может способствовать введение в сделку независимого агента по мониторингу или генерального сервисного агента. Основной задачей этого независимого контрагента является контроль действий первичного сервисного агента для того, чтобы убедиться, что первичный сервисный агент действительно максимизирует объемы взыскания, минимизирует длительность процесса взыскания и не выходит за рамки установленного бюджета.

[1] Ключевым показателем качества работы сервисного агента является recovery — уровень чистых поступлений от ликвидации дефолтных кредитов.

Важность присутствия в сделке независимого сервисного агента подтверждается, например, тем фактом, что в Италии предоставление таких услуг уже стало самостоятельным сектором в финансовой индустрии: на рынке Италии присутствует уже более 15 компаний, предлагающих услуги специализированного сервисинга.

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ СПЕЦИФИЧЕСКИМИ ДЛЯ КАЖДОЙ СТРАНЫ ПАРАМЕТРАМИ

Структура и специфика непрофильных активов варьируется от страны к стране. У каждой страны есть свои особенности, которые влияют на возможность проведения сделок секьюритизации. Например, следующие два фактора в значительной степени определяют привлекательность секьюритизации как инструмента, который можно использовать для уменьшения доли непрофильных активов на балансе банков: во-первых, это наличие юридических механизмов, способствующих ликвидации непрофильных активов с балансов банков, например таких как итальянская госпрограмма GACS; во-вторых, это наличие банков проблемных активов (так называемых bad banks), которые уже абсорбировали непрофильные активы банковского сектора, пригодные для секьюритизации (см. Таблицу 1). Четко отлаженная нормативно-правовая

Таблица 1. Наличие факторов, определяющих привлекательность секьюритизации на трех европейских рынках

	Италия	Испания	Ирландия
Тип непрофильных активов	Просроченные ипотечные кредиты, обеспеченные как жилой, так и коммерческой недвижимостью, а также просроченные необеспеченные кредиты, выданные юридическим и физическим лицам	Жилая и коммерческая недвижимость, изъятая у несостоятельных заемщиков и находящаяся на балансе банков	Приобретенные небанковскими структурами (например, частными инвестиционными фирмами) просроченные ипотечные кредиты, обеспеченные жилой недвижимостью
Наличие юридических механизмов, способствующих удалению непрофильных активов с балансов банков	Да, GACS	Нет	Нет
Наличие банков проблемных активов (bad banks)	Нет	Да, SAREB**	Да, NAMA***

* Garanzia cartolarizzazione sofferenze (GACS)

** Sociedad de Gestiòn de Activos Procedentes de la Reestructuraciòn Bancaria (SAREB)

*** National Asset Management Agency (NAMA)

Источник: Moody's

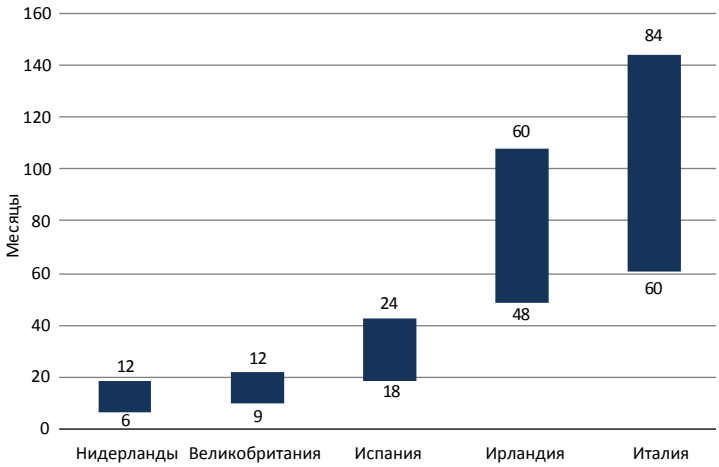

Рисунок 4
Длительность процессов обращения взыскания по ипотечным кредитам в некоторых странах ЕС*

Источник: Moody's

* От первого пропущенного платежа до получения исполнительного листа (получения в собственность заложенного имущества)

база, регулирующая процедуру банкротства, также является важным фактором, определяющим размер ожидаемых денежных потоков и длительность процесса обращения взыскания.

Эффективность процесса обращения взыскания является важным параметром, определяющим кредитное качество секьюритизируемого портфеля активов. Так, затяжной и сложный процесс взыскания, присущий всем трем странам — Италии, Испании и Ирландии, — привел к тому, что на балансах банков скопился большой объем просроченных кредитов, который теперь отягощает как рынок недвижимости, так и в целом банковский сектор, а также снижает возможность банков выдавать новые кредиты.

ОТ ТЕОРИИ К ПРАКТИКЕ: ПЕРВАЯ ПОСТКРИЗИСНАЯ СДЕЛКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПРОСРОЧЕННЫХ КРЕДИТОВ

12 августа 2016 года закрылась первая посткризисная сделка секьюритизации кредитов NPL, Popolare Bari NPLS 2016 S.r.l.[1] Кредиты в портфеле размером 150 млн евро изначально были выданы итальянским заемщикам следующими банками: Banca Popolare di Bari S.c.p.a. (BPB), Banca Tercas S.p.A. (Tercas) и Banca Caripe S.p.A. (Caripe)[2].

Секьюритизированный портфель состоит из просроченных кредитов, балансовая стоимость которых составляет 471 млн евро плюс 8.8 млн евро собранных поступлений. Портфель включает ипотечные кредиты, обеспеченные жилой и коммерческой недвижимостью, балансовая стоимость которых составляет приблизительно 304.3 млн евро (включая уже собранные поступления). Кроме того, в состав портфеля входят необеспеченные кредиты с балансовой стоимостью 175.6 млн евро (включая уже собранные поступления), выданные физическим и юридическим лицам.

Согласно данным Bloomberg[3], регулятор полностью признал трансфер просроченных кредитов с баланса банка BPB, даже несмотря на то, что у банка

[1] См. отчет о новой эмиссии «Popolare Bari NPLS 2016 S.r.l.», сентябрь 2016 года: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS_1036708

[2] Tercas и Caripe слились с BPB в июле 2016 года.

[3] См. статью Bloomberg «How Italy Might Turn Piles of Bad Debt Into Assets for Banks», сентябрь 2016 года: https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-22/how-italy-might-turn-mountain-of-bad-debt-into-assets-for-banks

есть опцион на удержание у себя старшего транша. В этом свою роль сыграла государственная гарантия GACS, которая исключает любые риски, связанные с недополучением средств из секьюритизированного портфеля[1]: по условиям GACS, BPB может направить запрос итальянскому Министерству экономики и финансов с просьбой гарантировать выплату основного долга и купона облигаций Класса А.

В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПРОСРОЧЕННЫХ КРЕДИТОВ ПРИСУТСТВУЮТ СПЕЦИФИЧЕСКИЕ РИСКИ

Процедуры обращения взыскания

В сделках секьюритизации NPL основным источником денежных потоков являются не регулярные платежи заемщиков, а поступления от ликвидации дефолтных кредитов. Таким образом, чем менее эффективен этот процесс в определенной юрисдикции и чем больше времени требуется сервисному агенту для взыскания долга с дефолтного заемщика, тем выше вероятность возникновения убытков для инвесторов. Как показано на Рисунке 4, процесс взыскания долгов по ипотеке сильно варьируется в разных странах ЕС. Так, например, в Италии промежуток времени от первого пропущенного платежа до получения кредитором в собственность имущества, заложенного по ипотеке, колеблется в среднем от 60 до 84 месяцев, в то время как в Голландии это занимает от шести до 12 месяцев. На сокращение длительности этих процессов направлены некоторые инициативы правительств по изменению нормативно-правовой базы, регулирующей процедуру банкротства[2].

Оценка стоимости предмета залога

Оценка стоимости активов, служащих обеспечением для секьюритизированных кредитов, существенным образом зависит от степени прозрачности и ликвидности вторичного рынка, на котором обращается рассматриваемый тип активов. Оценить стоимость жилой недвижимости значительно проще, чем коммерческой, поскольку обычно рынок жилой недвижимости отличается наличием разнообразных индексов и других источников гранулированных данных по ценам на дома и квартиры. Оценка стоимости коммерческой недвижимости, напротив, очень часто проводится индивидуально, с учетом специфики того или иного случая.

Упомянутое выше исследование непрофильных активов банков, проведенное Европейской банковской организацией, подтверждает, что недостаточность данных по ценам на коммерческую недвижимость на рынках стран ЕС является одной из причин сравнительно низкого числа закрытых сделок на вторичном рынке и больших дисконтов, с которыми эта недвижимость реализуется. Это говорит о неликвидности рынка коммерческой недвижимости, что делает сделки секьюритизации кредитов, обеспеченных коммерческой недвижимостью, более рискованными по сравнению со сделками, где залогом выступают более ликвидные активы.

Раскрытие информации по активам и общая прозрачность рынка

Недостаточность детальных данных по секьюритизируемым активам приводит к дополнительной неопределенности при моделировании денежных потоков сделки. При этом стоит отметить, что секьюритизация повышает прозрачность рынка в целом, делая данные по активам в секьюритизированных портфелях более доступными для игроков рынка. Если активы сохраняются на балансе банка, их точные характеристики остаются скрытыми. То есть чем больше сделок секьюритизации выходит на рынок, тем больше от этого выигрывает каждая последующая сделка, так как для анализа можно использовать не только данные, предоставленные банком — спонсором сделки, но и показатели кредитного ка-

---

[1] См. отчет Moody's «Legislation Will Speed Up NPL Recoveries and Reduce Their Variability», июнь 2016 года: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS_1025642

2 Например, см. отчет Moody's по последним изменениям итальянского законодательства «Legislation Will Speed Up NPL Recoveries and Reduce Their Variability», июнь 2016 года: https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS_1025642

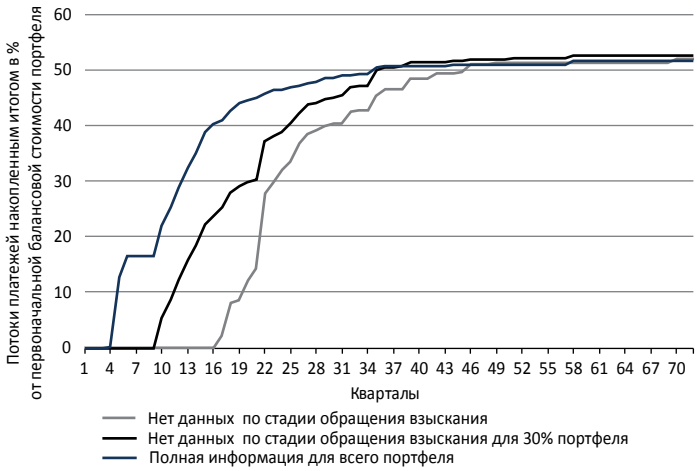

Рисунок 5
Анализ сценариев: объем поступлений от ликвидации дефолтных кредитов накопленным итогом в зависимости от объема предоставленной информации
Источник: Moody's

чества активов других похожих сделок, закрывшихся ранее.

В сделках секьюритизации данные по активам на уровне отдельного кредита обычно раскрываются либо банком-оригинатором, либо сервисным агентом. В странах ЕС данные по секьюритизированным активам можно также получить у European DataWarehouse GmbH (EDW) — организации, созданной по инициативе Европейского центрального банка. Теперь, чтобы попасть в список ценных бумаг, разрешенных для залога по операциям с ЕЦБ, эмитенты сделок секьюритизации должны предоставлять EDW данные по портфелю в установленном формате.

Положительный эффект от предоставления более подробной информации наглядно демонстрирует итальянская сделка секьюритизации просроченных ипотечных кредитов, о которой говорилось выше. На Рисунке 5 показан объем прогнозируемых потоков платежей в трех сценариях: в первом сценарии у нас нет никаких данных относительно того, на какой стадии находится процесс обращения взыскания по каждому кредиту в портфеле, во втором сценарии отсутствуют данные по 30% портфеля, и в третьем сценарии мы обладаем полной информацией по портфелю. В первых двух сценариях мы сделали консервативное предположение, что все кредиты, по которым у нас нет данных, находятся на начальной стадии процесса обращения взыскания. Как показано на рисунке, с таким консервативным предположением в первом сценарии платежи начнут поступать только в 16-м квартале после закрытия сделки. Это период, когда первые кредиты войдут в финальную стадию процедуры взыскания средств и сервисный агент начнет получать средства от реализации заложенного имущества. Во втором сценарии первые поступления ожидаются в девятом квартале. А в самом благоприятном третьем сценарии, когда мы обладаем полной информацией, первые поступления можно ждать уже через год после закрытия сделки.

Так как в сделках с просроченными кредитами ни один заемщик не производит регулярных платежей, то эмитенту, чтобы избежать дефолта по купонным платежам, необходим резервный фонд, средства которого он может использовать в случае отсутствия поступлений из секьюритизированного портфеля. Из приведенного выше примера видно, что в первом сценарии минимально необходимый размер резервного фонда существенно выше, так как его должно хватить для выплаты купонного дохода по выпущенным облигациям и покрытия старших расходов в течение первых шестнадцати кварталов срока действия трансакции. Зато в третьем сценарии необходимо покрытие только для первых четырех кварталов.